

Малышев Павел Юрьевич

**ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ
ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ**

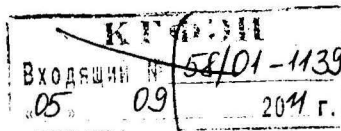
08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

08.00.14 – Мировая экономика

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2011



Работа выполнена на кафедре «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель доктор экономических наук, профессор
Рубцов Борис Борисович

Официальные оппоненты доктор экономических наук, профессор
Берзон Николай Иосифович

доктор экономических наук, профессор
Смыслов Дмитрий Васильевич

Ведущая организация **ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский
государственный университет экономики и
финансов»**

Защита состоится 15 сентября 2011 г. в 13:00 часов на заседании совета Д 505.001.02 при ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 55, ауд. 213.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 49, комн. 203.

Автореферат разослан «27» июня 2011 г. и размещен на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» <http://www.fa.ru>

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,
к.э.н., доцент



Е.Е. Смирнова



Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. На протяжении последнего десятилетия в мире роль активов в иностранной валюте, находящихся под управлением центральных банков, существенно возросла. В целях корректного составления нормативной базы центральных банков и международных организаций необходимо уточнить объект инвестиционных операций центральных банков на финансовых рынках. Вопрос о выборе данного объекта остается дискуссионным, в т.ч. в связи с растущей конвергенцией деятельности центральных банков и суверенных фондов на зарубежных финансовых рынках, наблюдаемой в начале 2000-х гг.

Динамичный рост валютных резервов центральных банков в группе стран с формирующимися рынками – одна из актуальных тенденций развития современных финансовых рынков. В ближайшие годы следует ожидать дальнейшего роста их объема и уровня концентрации, прежде всего, в странах Азии и странах-экспортерах нефти, однако возникает вопрос о сохранении данной тенденции в среднесрочной перспективе, в т.ч. с учетом последствий мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. В этой связи необходимо систематизировать факторы, определяющие объем и динамику валютных резервов.

В настоящее время во многих государствах, лидирующих по объему валютных резервов, существенно превышен уровень их достаточности. Эти средства нецелесообразно использовать в целях развития национальной экономики, в связи с чем центральные банки указанных стран осуществляют управление портфелем валютных активов на зарубежных финансовых рынках, выступая в принципиально новом для себя качестве – глобальных инвесторов.

В условиях глобализации и интеграции финансовых рынков при решении указанных задач необходимо провести анализ основных тенденций управления валютными резервами в мире, а также изучить опыт инвестиционной деятельности центральных банков в странах Азии, лидирующих по объему

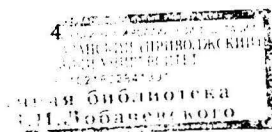
валютных резервов. Кроме того, для России также представляет интерес практика деятельности суверенных фондов в ведущих странах-экспортерах нефти.

В настоящее время Россия занимает третье место в мире по величине валютных резервов (468,1 млрд. долл. по состоянию на 1 июня 2011 г.). Сохранение существующих подходов к инвестиционной деятельности при продолжающемся росте валютных резервов не позволяет достичь оптимального соотношения их сохранности, ликвидности и доходности. В целях повышения экономической эффективности инвестиционных операций Банка России необходимо решить ряд задач, таких, как оценка достаточности резервов, расчет целевой доходности, выбор оптимальной валютной структуры и спектра финансовых инструментов.

Вышесказанное определяет актуальность изучения вопросов оценки и повышения эффективности инвестиционных операций центральных банков и, в частности, Банка России, на финансовых рынках.

Степень научной разработанности темы. Вопросам организации деятельности центральных банков на финансовых рынках посвящены работы российских экономистов, в их числе: Березина М.П., Красавина Л.Н., Лаврушин О.И., Ларионова И.В., Навой А.В., Пищик В.Я., Рудько-Силиванов В.В., Симановский А.Ю., Фетисов Г.Г., Шенаев В.Н. и др. В современной литературе используют несколько основных понятий, в различной степени определяющих объект инвестиционных операций центральных банков, однако ни одно из них не является универсальным.

Проблемам накопления валютных резервов в мире посвящены работы Андрианова В.Д., Зубченко Л.А., Вайплоца Ч. (С. Wyplosz), Моханти М. (M. Mohanty), Нуайе К. (С. Noyer), Родрика Д. (D. Rodrick), Тернера П. (P. Turner). Особенности накопления валютных резервов и оценка его возможных последствий для мировой экономики нашли отражение в исследованиях Всемирного банка, МВФ и ЕЦБ. В то же время при характеристике накопления валютных резервов недостаточно изучены фундаментальные факторы, влияющие



на их объем и динамику. В исследованиях, посвященных данной проблеме, не отражено влияние мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. на объем валютных резервов в мире.

Проблемам оценки уровня достаточности валютных резервов посвящены работы таких авторов, как Зубченко Л.А., Рамазанов С.А., Рустамов С.В., Борио К. (С. Borio), Гвидотти П. (Р. Guidotti), Грэй С. (S. Gray), Ньюже Дж. (J. Nugée), Редди И.В. (Y.V. Reddy), Хеллер Р. (R. Heller) и др., а также аналитические материалы (working papers) МВФ. В настоящее время в экономической литературе отсутствует единство взглядов на методологию определения достаточного объема валютных резервов центрального банка. Недостаточно внимания уделено оценке роли и места центральных банков на финансовых рынках, вопросам эффективности их деятельности в процессе управления валютными резервами.

Основные тенденции управления валютными резервами в мире и отдельных странах Азии рассмотрены в работах следующих зарубежных авторов: Арунчалам П. (Р. Arunchalam), Борио К. (С. Borio), Галати Г. (G. Galati), Идесавы Т. (Т. Idesawa), Сехгал С. (S. Sehgal), Труман Э. (Е.М. Truman), Шарма Ч. (С. Sharma), Хит А. (А. Heath), Чен Х. (Н. Cheung) и др., а также в ежегодном обзоре "RBS Reserve Management Trends". В российской литературе основные тенденции управления валютными резервами центральных банков в мире изучены недостаточно: за последние годы по данной теме имели место лишь отдельные публикации.

Проблематика деятельности Банка России в области управления валютными резервами отражена в работах Андрианова В.Д., Бауэра В.П., Литвиновой Е.М., Ольшаного А.И., Рамазанова С.А., Сухарева А.Н., Фаненко М.А. и др. В опубликованных работах практически не рассмотрены вопросы, связанные с оценкой эффективности инвестиционных операций Банка России.

Актуальность и недостаточная степень научной разработанности указанных вопросов предопределили выбор темы, цель и основные задачи диссертации.

Цель и задачи исследования. Цель исследования состоит в разработке предложений по повышению эффективности инвестиционных операций Банка России на основе систематизации российского и зарубежного опыта управления валютными резервами.

Исходя из обозначенной цели, исследование направлено на решение следующих основных задач:

- систематизировать понятийный аппарат в рассматриваемой сфере в целях корректного определения объекта инвестиционных операций центральных банков, показать области использования отдельных понятий;
- выделить факторы, определяющие масштаб и динамику валютных резервов, оценить направленность и величину валютных резервов в странах с формирующимися рынками в среднесрочной перспективе;
- исследовать методы оценки достаточности валютных резервов с целью формирования комплексного подхода к определению необходимого объема валютных резервов на основе разделения их функций, разработать критерий эффективности инвестиционных операций центрального банка на финансовых рынках;
- определить основные тенденции управления валютными резервами в мире и особенности инвестиционной деятельности зарубежных центральных банков, лидирующих по объему валютных резервов;
- провести анализ издержек управления валютными резервами Банка России, определить целевой уровень доходности и разработать предложения по повышению эффективности инвестиционных операций Банка России на зарубежных финансовых рынках.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования являются валютные резервы центральных банков. Предметом исследования является инвестиционная деятельность центральных банков на финансовых рынках.

Методологические и теоретические основы исследования. В процессе исследования в рамках комплексного подхода использованы такие общенаучные

методы познания, как индукция и дедукция, анализ и синтез, а также методы обобщения теоретического и фактического материала путем сравнения, качественного и количественного анализа, исторических экскурсов. В качестве теоретической основы использованы результаты фундаментальных и прикладных исследований, опубликованных в периодических изданиях и монографиях, международных организаций (МВФ, ЕЦБ, Всемирного банка, Банка международных расчетов и др.) и материалах научных конференций. Также были использованы соответствующие законодательные и нормативные акты Российской Федерации, отчеты центральных банков, актуальные статистические данные.

Область исследования. Диссертация по своему основному содержанию соответствует Паспорту специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит; Паспорту специальности 08.00.14 – Мировая экономика.

Научная новизна результатов исследования. Научная новизна работы состоит в систематизации опыта управления валютными резервами в странах, где их величина существенно превышает уровень, достаточный для выполнения их функций, и определении путей повышения эффективности инвестиционных операций Банка России на основе разработанного критерия.

Научную новизну отражают следующие результаты исследования:

- на основе анализа различных позиций в рассматриваемой области предложено разграничение понятий «международные резервы», «резервные активы», «международная валютная ликвидность», «валютные резервы» и «государственные резервы». Обоснована целесообразность рассмотрения валютных резервов (средств центрального банка в иностранной валюте, размещенных на корреспондентских счетах и депозитах в зарубежных банках, а также инвестированных в ценные бумаги иностранных эмитентов) в качестве объекта инвестиционных операций центрального банка;
- обоснована тенденция стабильного роста валютных резервов в странах с формирующимися рынками в среднесрочной перспективе. Установлено, что

в ее основе лежат фундаментальные факторы, характерные для развития мировой экономики на современном этапе. Показано, что краткосрочные отклонения в условиях мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. не оказали существенного влияния на общую динамику объема валютных резервов в странах с формирующимися рынками, и в посткризисный период обозначенная тенденция сохранилась;

- предложен методический подход к оценке достаточного объема валютных резервов, основанный на раздельном расчете величин резервов, необходимых для гарантии внешнеэкономических обязательств государства и обеспечения стабильности курса национальной валюты;
- сформулирован критерий эффективности инвестиционных операций центрального банка, основанный на требовании соответствия фактического дохода по операциям с валютными резервами (в части, превышающей достаточный уровень) величине издержек стерилизации;
- показано, что существенное превышение валютными резервами уровня достаточности характерно, главным образом, для группы стран с формирующимися рынками Азиатско-Тихоокеанского региона, а центральные банки указанных стран активно расширяют свою деятельность в качестве портфельных инвесторов на зарубежных финансовых рынках;
- выделены основные общемировые тенденции развития инвестиционной деятельности центральных банков (диверсификация по классам финансовых инструментов, сокращение доли активов, номинированных в долларах США, в структуре валютных активов, дифференцированное управление портфелями валютных резервов, повышение информационной прозрачности по вопросам управления валютными резервами), обоснован вывод о значимости и сохранении данных тенденций в посткризисный период;
- на основе систематизации опыта управления валютными резервами в странах Азии выделены особенности инвестиционной деятельности

ключевых центральных банков региона (низкая степень диверсификации по валютам и классам финансовых инструментов, недостаточный объем раскрытия информации об инвестиционной деятельности на фоне усиления влияния на конъюнктуру зарубежных финансовых рынков), определены наиболее вероятные сценарии развития инвестиционной деятельности центральных банков Китая, Японии, Кореи, Сингапура и Индии;

- с учетом специфики современного этапа развития обосновано превышение валютными резервами Банка России уровня, достаточного для обеспечения стабильности курса рубля и гарантии внешнеэкономических обязательств государства. Предложены пути получения дополнительного дохода и более гибкого управления рисками на внешнем рынке за счет внедрения Банком России новых операций с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами;
- показана целесообразность дальнейшего привлечения Банка России в качестве управляющего активами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния при условии их обособленного управления и учета в составе валютных резервов.

Теоретическая и практическая значимость результатов исследования.

Теоретическая значимость работы состоит в систематизации понятийного аппарата, характеризующего объект инвестиционных операций центрального банка, что важно для корректного определения направлений оптимизации объема и структуры государственных резервов. Разработанная методика оценки достаточности валютных резервов позволяет с более высокой точностью по сравнению с существующими методиками оценить величину резервов, необходимых центральному банку для выполнения его функций без ущерба для внешнеэкономической стабильности государства. Предлагаемый критерий эффективности инвестиционных операций центрального банка дает возможность определить оптимальный целевой уровень доходности по операциям с избыточной частью валютных резервов.

Практическая значимость определяется возможностью использования выводов соискателя в работе Банка России при определении оптимальных стратегий управления валютными резервами: разделении валютных резервов на портфели, выборе их валютной структуры и набора инструментов, используемых для инвестирования. Предложения, изложенные в работе, могут быть использованы при внедрении Банком России новых операций с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами на зарубежных финансовых рынках.

Основные положения и выводы диссертации могут найти применение в преподавании учебных дисциплин «Финансовые рынки» и «Организация деятельности центрального банка» в экономических вузах, а также спецкурсов по вопросам деятельности центральных банков и суверенных фондов.

Апробация результатов исследования. Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», проводимых в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России» по кафедральной подтеме «Формирование эффективной структуры финансовых рынков».

Основные выводы и положения диссертации были представлены соискателем на научных конференциях, заседаниях «круглых столов» и семинаров:

1. «Круглый стол» «Роль финансовой, банковской и валютной систем в инновационном развитии экономики» (2009 г., Финакадемия, Москва);
2. Международный семинар «Посткризисное развитие финансовой архитектуры» (2009 г., Финакадемия, Москва);
3. «Круглый стол» «Мировой финансово-экономический кризис и перспективы инновационного развития экономики России: финансовый, кредитный, валютный аспекты» (2010 г., Финансовый университет, Москва);

4. Межвузовская научная конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка» (2010 г., Московский государственный институт международных отношений, Государственный университет – Высшая школа экономики, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова, Москва);
5. Международный семинар “Russian-German seminar on banking and finance” (2010 г., Потсдамский университет, Потсдам, Германия).

Положения диссертации используются в практической деятельности Департамента обеспечения и контроля операций на финансовых рынках Банка России при оценке эффективности функционирования системы корреспондентских счетов и счетов депо при подготовке внутренней отчетности, а также при реализации проекта по развитию и совершенствованию методики оценки банков-корреспондентов, банков-кастодианов и ЛОРО-корреспондентов. Это позволяет сократить трудозатраты, снизить операционные и расчетные риски при проведении операций с валютными резервами.

Материалы диссертации используются кафедрой «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании курсов «Рынок ценных бумаг» и «Зарубежные финансовые рынки».

Публикации по теме исследования. Основные положения диссертационного исследования опубликованы в 5 научных работах общим объемом 3,7 п.л. (весь объем авторский), в т.ч. 3 статьи объемом 2,4 п.л. – в журналах, включенных в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенный ВАК.

Структура и содержание работы. Работа сформирована исходя из целей и задач исследования и состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка, включающего 118 наименований, и 11 приложений.

Работа изложена на 142 страницах основного текста, содержит 31 таблицу и 22 рисунка. Структура работы представлена в таблице 1.

Таблица 1. Структура диссертационной работы

Наименование глав	Наименование параграфов	Таблиц	Рисунков	Приложений
Введение				
Глава 1. Центральный банк как инвестор на финансовых рынках	1.1. Определение объекта инвестиционных операций центрального банка: теоретические вопросы		1	2
	1.2. Методологические основы инвестиционных операций центральных банков на финансовых рынках			
	1.3. Накопление валютных резервов в мире	2	1	2
	1.4. Организация инвестиционной деятельности центрального банка		2	
Глава 2. Анализ практики деятельности центральных банков на финансовых рынках	2.1. Основные тенденции развития инвестиционных операций центральных банков в мире	1		
	2.2. Особенности инвестиционных операций крупнейших центральных банков	7	6	4
Глава 3. Эффективность инвестиционных операций Банка России	3.1. Особенности инвестиционных операций Банка России	3	2	2
	3.2. Пути повышения эффективности инвестиционных операций Банка России	2	2	
	3.3. Роль Банка России в повышении эффективности управления государственными резервами			1
Заключение				
Библиографический список				
Приложения		16	8	

Содержание и основные проблемы исследования

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертации рассмотрено пять основных групп проблем.

Первая группа проблем связана с систематизацией понятийного аппарата в целях корректного определения объекта исследования.

Объект инвестиционных операций центрального банка имеет ряд принципиальных отличий от иных фондов и накоплений, существующих в национальной экономике (бюджет, страховые резервы, инвестиционные фонды и т.д.), по источникам формирования, структуре и функциям. Для его определения наиболее часто используют термин *«международные резервы»*, а также *«золотовалютные резервы»* и *«официальные резервные активы»*. Поскольку указанные понятия включают одинаковый набор активов центрального банка (валютные резервы, резервную позицию в МВФ, СДР и монетарное золото), их следует рассматривать как полные синонимы. То же значение имеет и термин *«резервные активы»* однако следует иметь в виду, что он также может быть использован для обозначения обязательных резервов коммерческих банков в центральном банке.

С международными резервами связано понятие *международной валютной ликвидности*, включающей, помимо четырех компонентов международных резервов, кредитные линии и предоставленные займы на мировом рынке ссудных капиталов. На практике, однако, процедура регулирования международной валютной ликвидности, включающая совместное управление активами и обязательствами в иностранной валюте, недостаточно разработана и унифицирована, в связи с чем рассмотрение международной валютной ликвидности в качестве объекта инвестиционных операций центрального банка нецелесообразно.

В настоящее время наряду с центральными банками управление государственными активами, номинированными в иностранной валюте,

осуществляют суверенные фонды. Для обозначения совокупного объема активов суверенных фондов и международных резервов целесообразно использовать специальный термин – «государственные резервы» – в силу следующих причин:

- динамичный рост активов суверенных фондов в мире;
- отсутствие единообразного подхода к разграничению активов суверенных фондов и международных резервов на практике;
- конвергенция инвестиционной деятельности центральных банков и суверенных фондов на протяжении последнего десятилетия.

Показано, что в качестве объекта инвестиционных операций центральных банков оптимально рассматривать международные резервы, а точнее, их основную и наиболее ликвидную часть – валютные резервы. В случае передачи средств суверенных фондов под управление центрального банка либо формирования суверенных фондов путем выделения средств из состава валютных резервов целесообразно рассматривать инвестиционную деятельность государства в широком смысле, а под объектом понимать государственные резервы – совокупный объем международных резервов центрального банка и суверенных фондов государства (рисунок 1).

Рисунок 1. Соотношение основных понятий исследования



Вторая группа проблем связана с накоплением валютных резервов в ряде стран с формирующимися рынками и анализом факторов, лежащих в основе данного процесса.

В 2000-2010 гг. объем мировых международных резервов вырос в 5 раз и достиг 9,8 трлн. долл., в т.ч. 9,3 трлн. долл. – валютные резервы. Увеличение объема валютных резервов в мире сопровождается ростом их концентрации: в 2010 г. на 10 стран приходилось 69,8% мировых валютных резервов. Накопление валютных резервов происходит преимущественно в Азии: в настоящее время на 10 стран данного региона (Китай, Япония, Тайвань, Индия, Корея, Гонконг, Сингапур, Таиланд, Малайзия, Индонезия) приходится около 2/3 мировых валютных резервов, причем большинство перечисленных государств относится к группе стран с формирующимися рынками.

Основным фактором роста валютных резервов в мире является покупка иностранной валюты центральными банками стран с формирующимися рынками, имеющих стабильно положительное внешнеторговое сальдо. Данная мера направлена на противодействие чрезмерному укреплению курса национальной денежной единицы в условиях растущего предложения иностранной валюты на внутреннем рынке. С другой стороны, глубина рынков большинства развивающихся стран не позволяет эффективно инвестировать растущие экспортные доходы внутри страны без угрозы развития инфляционных процессов. Центральные банки этих стран в целях недопущения «перегрева» национальной экономики вынуждены прибегать к стерилизации – изъятию «избыточной» части денежной массы, образовавшейся за счет конвертации валютных поступлений, путем размещения долговых ценных бумаг правительства и/или центрального банка на внутреннем рынке.

Центральной дискуссионной проблемой, связанной с накоплением валютных резервов в странах с формирующимися рынками на протяжении последнего десятилетия, является вопрос об устойчивости данной тенденции. По результатам анализа фундаментальных факторов роста валютных резервов сделан вывод, что данный процесс является результатом взаимодействия следующих фундаментальных факторов и тенденций, характерных для современного этапа развития мировой экономики:

- рост объема мировой торговли;
- усиление диспропорций в региональной структуре мировой торговли;
- сохранение режима управляемого валютного курса в большинстве стран с положительным сальдо торгового баланса.

Таким образом, существуют достаточные основания утверждать, что тенденция к накоплению валютных резервов сохранится в среднесрочной перспективе.

Повышение мировых цен на нефть в начале 2000-х гг. стало важным конъюнктурным фактором, способствовавшим быстрому росту государственных резервов в странах-экспортерах нефти, однако воздействие данного фактора на процесс накопления валютных резервов в мире не является определяющим. Подтверждением данной гипотезе может служить тот факт, что глобальный финансовый кризис 2008-2009 гг. и связанная с ним рецессия (в т.ч. более чем трехкратное падение цен на нефть) привели к сокращению мировых валютных резервов лишь на 7%, после чего тенденция к росту возобновилась. Среди стран, лидирующих по объему валютных резервов, лишь Россия и Республика Корея в условиях кризиса были вынуждены существенно их сократить, сохранив при этом места в «первой десятке».

Обоснован прогноз относительно динамики объема валютных резервов в странах, лидирующих по данному показателю:

- накопление валютных резервов в *Китае* продолжится, однако его темпы будут ниже по сравнению с 2006-2008 гг. в связи последствиями кризиса (сокращение сальдо платежного баланса как по счету текущих операций, так и по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами) и либерализацией валютного законодательства (создание дополнительного спроса на иностранную валюту внутри страны, в частности, через институт квалифицированных внутренних институциональных инвесторов (QDII), позволяет Народному банку Китая уменьшить объемы ее приобретения);

- денежные власти *Японии* не проводят валютных интервенций начиная с 2004 г., поэтому единственным фактором роста валютных резервов в этой стране является доход от инвестиционных операций на внешнем рынке; поскольку свыше 80% валютных активов этой страны составляют казначейские облигации США, темпы прироста валютных резервов Японии будут находиться на уровне доходности данного инструмента;
- на величину валютных резервов *России* существенное влияние оказывает динамика мировых цен на нефть, при этом следует отметить, что даже в случае реализации пессимистического сценария сокращение валютных резервов центрального банка не будет существенным и в 2011-2013 гг., по оценкам Банка России, составит в среднем 5-6% в год.

Третья группа проблем включает оценку достаточного объема валютных резервов центрального банка и критерий эффективности инвестиционных операций центрального банка на финансовых рынках.

По итогам анализа существующих методик расчета достаточного уровня валютных резервов отмечено, что они не учитывают то важное обстоятельство, что валютные резервы центрального банка выполняют две принципиально различные функции – гарантию внешнеэкономических обязательств государства и обеспечение стабильности курса национальной валюты. Более точный расчет достаточной величины валютных резервов может быть достигнут за счет представления данной величины как суммы двух независимых компонентов:

- *величины валютных резервов, необходимой для гарантии внешнеэкономических обязательств государства* (расчет целесообразно производить на основании существующих критериев, основанных на прогнозировании параметров платежного баланса и внешнеэкономических обязательств государства – критерия МВФ и правила Гвидотти);
- *величины валютных резервов, необходимой для поддержания курса национальной валюты в установленных границах при помощи валютных интервенций* (расчет производится на основании прогнозируемого объема

валютных интервенций с учетом глубины внутреннего валютного рынка, степени воздействия центрального банка на процесс курсообразования, степени открытости национального финансового рынка для иностранных участников, а также действующих валютных ограничений).

Поскольку получение прибыли не является целью деятельности центрального банка, а принятие органом денежно-кредитного регулирования неоправданных финансовых рисков при совершении операций на зарубежных финансовых рынках недопустимо, обоснована целесообразность приведения целевого показателя доходности валютных резервов в части, превышающей их достаточность, на уровень доходности инструментов, используемых центральным банком в целях стерилизации.

По итогам анализа фундаментальных факторов и условий формирования валютных резервов сформулирован критерий эффективности инвестиционных операций центрального банка на финансовых рынках.

Инвестиционные операции центрального банка на финансовых рынках следует признать эффективными при соблюдении следующих условий:

- валютные резервы в части, соответствующей применимому в отношении данного государства уровню достаточности, инвестированы в инструменты высшей категории ликвидности;
- в отношении валютных резервов в части, превышающей указанный уровень, целевой показатель доходности установлен на уровне доходности облигаций центрального банка или иных инструментов, используемых в целях стерилизации.

Четвертая группа проблем включает анализ зарубежной практики осуществления центральными банками инвестиционных операций.

Важно отметить, что валютные резервы в полной мере выполняют свои функции только в странах с формирующимися рынками, т.к. в большинстве стран с развитыми рынками действует режим свободно плавающего валютного курса, а государству не требуются дополнительные гарантии исполнения

внешнеэкономических обязательств в виде резервов центрального банка. Кроме того, в настоящее время 18 стран с развитыми рынками являются эмитентами резервных валют, т.е. имеют возможность полностью или частично номинировать свои внешнеэкономические обязательства в национальной валюте (как правило, в структуре международных резервов этих стран высока доля золота). Следовательно, у стран с развитыми рынками отсутствует объективная потребность в накоплении валютных резервов. Инвестиционная деятельность центральных банков этих стран (за исключением Японии) не представляет интереса в контексте данного исследования, т.к. их валютные резервы, как правило, имеют сравнительно небольшой объем и размещаются в ограниченный круг высоколиквидных инструментов.

Накопление валютных резервов выше уровня их достаточности – проблема стран с формирующимися рынками. Данный процесс происходит по причинам, не зависящим от деятельности центрального банка, т.к. он не имеет возможности регулировать сальдо торгового баланса, объемы иностранных инвестиций и внешнего долга. Таким образом, в условиях принятой денежно-кредитной и валютной политики центральный банк практически не может оказывать влияния на объем валютных резервов, а следовательно, – и на величину издержек стерилизации.

Изменения, происходящие в системе управления валютными резервами на протяжении последнего десятилетия, свидетельствуют о стремлении центральных банков к повышению доходности операций с валютными резервами. Это проявляется в диверсификации по видам используемых финансовых инструментов (в частности, возрастает доля ценных бумаг, не обеспеченных государственной гарантией, но отличающихся высоким уровнем надежности, таких, как корпоративные облигации с кредитным рейтингом “AAA”). Кроме того, в настоящее время в мире более 2/3 центральных банков разделяют валютные резервы на портфели с различными уровнями риска и доходности, при этом доля инвестиционной составляющей в отдельных случаях достигает 90%.

Центральные банки также осуществляют инвестиционные операции с привлечением внешних управляющих – глобальных инвестиционных банков, сохраняя за собой право отзыва средств в случае необходимости. Сравнительно новая тенденция, характерная для стран Азии, – формирование суверенных фондов за счет средств центрального банка. Одновременно центральные банки увеличивают объем раскрываемой информации об инвестиционной деятельности.

На протяжении последнего десятилетия наблюдается ослабление позиций доллара США как мировой резервной валюты. В качестве альтернативной валюты выступает евро, популярность которого в последние годы растет в связи с укреплением его курса по отношению к доллару США. В ближайшие годы данная тенденция сохранится, однако не следует ожидать радикальных изменений в валютной структуре мировых резервных активов, т.к. американский финансовый рынок по-прежнему остается наиболее развитым, а доллар США – наиболее ликвидной валютой и основным инструментом для интервенций.

Эффект «бегства в качество», вызванный мировым финансовым кризисом, существенно скорректировал инвестиционную политику большинства центральных банков, что проявилось, прежде всего, в сокращении доли необеспеченных операций, переводе части валютных счетов из коммерческих банков в центральные банки и международные финансовые институты, увеличении вложений в казначейские облигации США (за счет продажи ценных бумаг правительственных агентств), а также ужесточении требований в отношении кредитного риска контрагентов и эмитентов ценных бумаг. Обоснован прогноз, что по мере ослабления кризисных явлений в мировой экономике данные ограничения будут постепенно сняты.

Обобщение опыта стран Азии по управлению валютными резервами позволяет выявить наиболее важные проблемы, характерные для инвестиционной деятельности центральных банков региона:

- стабильно положительное сальдо платежного баланса (главным образом за счет превышения экспорта над импортом) создает условия для дальнейшего

притока иностранной валюты и, как следствие, роста валютных резервов в странах Азии. В настоящее время практически во всех странах региона резервы превышают достаточный уровень, поэтому особую актуальность приобретает проблема повышения доходности инвестиционных операций центральных банков;

- валютные резервы большинства центральных банков стран Азии имеют низкую степень диверсификации (как по валютам, так и по видам инструментов), что повышает чувствительность их портфелей к ценовым колебаниям на рынке. Кроме того, повышенный спрос на государственные ценные бумаги (в том числе в условиях финансового кризиса) приводит к снижению их доходности. Для решения этих проблем денежные власти принимают различные меры (увеличение запасов золота, формирование суверенных фондов за счет средств центральных банков), но пока их нельзя назвать достаточными, т.к. они распространяются на сравнительно небольшую долю резервов;
- с усилением влияния стран Азии на конъюнктуру мирового финансового рынка все большую озабоченность вызывает сохраняющаяся в них непрозрачность процесса управления валютными резервами. Центральные банки и суверенные фонды большинства стран региона (за исключением Индии) официально публикуют лишь минимальный объем информации на этот счет.

Пятая группа проблем посвящена особенностям инвестиционных операций Банка России и анализу путей повышения их эффективности.

Установлено, что с учетом наиболее высоких требований к достаточности валютных резервов Банка России (в целях гарантии внешнеэкономических обязательств государства и обеспечения стабильности курса национальной валюты) их достаточный объем по состоянию на 1 января 2011 г. составляет 221,9 млрд. долл., а доля собственных валютных резервов Банка России, не имеющая под собой объективно обусловленных обязательств, составляет 27% (таблица 2).

Таблица 2. Детализированная структура валютных резервов Банка России (на 1 января 2011 г.)

Наименование компонента	Величина, млрд. долл.
Средства Резервного фонда	25,4
Средства Фонда национального благосостояния	68,1
Валютные резервы в части, соответствующей уровню достаточности, в т.ч.:	221,9
– в целях гарантии внешнеэкономических обязательств	143,5
– в целях обеспечения стабильности курса рубля	78,4
Валютные резервы в части, превышающей уровень достаточности	117,5
Итого:	432,9

Гипотеза о существенном превышении валютными резервами Банка России уровня достаточности была подтверждена в условиях мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. В связи с низкой долей задолженности органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования в структуре внешнего долга России (менее 10%) исполнение указанных обязательств не потребовало привлечения валютных резервов центрального банка. В то же время, несмотря на существенный объем валютных интервенций, кризис показал, что Банк России располагал валютными резервами в объеме, достаточном для поддержания установленной верхней границы стоимости бивалютной корзины.

По оценке, в 2010 г. издержки стерилизации Банка России составили 1,56 млрд. долл. Для их покрытия в указанном году средний целевой уровень доходности по операциям с валютными резервами в части, превышающей уровень их достаточности, должен был составить 1,3-1,4% годовых, что практически соответствует средневзвешенной нормативной доходности валютных активов Банка России за указанный период. Таким образом, критерий эффективности инвестиционной деятельности в 2010 г. был соблюден в целом по портфелю валютных резервов, однако по ряду инструментов (в частности, номинированных в японских йенах) уровень доходности был значительно ниже указанной величины.

Совершенствование механизмов управления портфелем валютных резервов, направленное на повышение доходности при поддержании рисков на приемлемом уровне, требует внедрения новых операций с ценными бумагами. В настоящее

время ряд зарубежных центральных банков использует такие операции, как кредитование ценными бумагами (securities lending), а также совершения операций РЕПО на трехсторонней основе (tri-party REPO). Развитие данных инструментов может быть эффективно для Банка России.

Расчет потенциального годового дохода от операций по предоставлению в кредит ценных бумаг Банка России с учетом средней доли использования ценных бумаг и доходности по состоянию на конец 2010 г. показывает, что при условии полного использования портфелей государственных облигаций США, Франции, Германии и Великобритании для предоставления в кредит (с учетом текущих уровней использования указанных ценных бумаг) дополнительный годовой доход Банка России составит около 90 млн. долл. (таблица 3).

Таблица 3. Потенциальный доход Банка России по операциям кредитования ценными бумагами*

Государство эмитента ценных бумаг	Портфель Банка России, млрд. долл.	Средняя доля использования	Средняя доходность, базисные пункты	Потенциальный годовой доход Банка России, млн. долл.
США	153,3	38,7%	3,75	22,3
Франция	65,2	29,9%	9,22	18,0
Германия	80,5	40,0%	11,35	36,5
Великобритания	34,5	48,3%	8,38	14,0
Итого:				90,8

Совершение Банком России в процессе инвестиционной деятельности операций РЕПО на трехсторонней основе при текущем объеме операций не дает существенного экономического эффекта, однако позволит сократить транзакционные издержки и операционные риски, связанные с проведением расчетов и управлением обеспечением на внешнем рынке.

Использование процентных, валютных и кредитных деривативов в процессе управления валютными резервами позволит Банку России организовать более эффективное управление рисками. Следует, однако, помнить, что использование деривативов центральным банком в спекулятивных целях недопустимо.

* Рассчитано на основе: Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. – Вып. 1. – М., 2011. – С. 7-10; Securities lending review: the future of borrowing demand (Q4 2010). – Data Explorers Limited. – London, 2011. – P. 22-46.

Изменения, происходящие в системе управления государственными резервами Российской Федерации в последние годы, демонстрируют, что мировые тенденции инвестиционной деятельности находят отражение в российской практике. Вместе с тем сравнительная характеристика состава и структуры финансовых активов, разрешенных для инвестирования средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, показывает, что различия между ними в целом несущественны и наблюдаются лишь по небольшому набору параметров. В этой связи обоснованы следующие предложения по повышению эффективности управления государственными резервами в России:

- *в отношении Резервного фонда:* в среднесрочной перспективе изменение существующего порядка управления активами фонда нецелесообразно (в т.ч. в связи с дальнейшим сокращением их объема);
- *в отношении Фонда национального благосостояния:* инвестиционная стратегия данного фонда по-прежнему остается слишком консервативной для обеспечения целей его деятельности, в связи с чем необходимо увеличить нормативные доли инструментов с более высоким уровнем потенциальной доходности в структуре активов фонда.

В настоящее время широко обсуждается вопрос о возможности создания в России обособленной государственной инвестиционной корпорации, под управление которой могут быть переданы активы Фонда национального благосостояния (моделью для создания такой компании могут служить инвестиционные корпорации Китая, Кореи, Сингапура или Норвегии). Установлено, что данная мера не позволит в должной мере повысить эффективность управления активами фонда по причине высоких транзакционных и альтернативных издержек. Обоснован вывод, что реформирование системы управления суверенными фондами Российской Федерации целесообразно проводить с сохранением функции Банка России в качестве основного управляющего активами. При этом необходимо обеспечить инвестирование

средств суверенных фондов отдельно от собственно валютных резервов Банка России (при помощи создания отдельных инвестиционных портфелей), а также их обособленный учет.

Публикации по теме диссертации

Статьи в журналах, определенных ВАК:

1. Малышев, П.Ю. Основные тенденции управления валютными резервами в зарубежной и российской практике [Текст] / П.Ю. Малышев // Финансы и кредит. – 2010. – №14 (398). – С. 43-49 (0,7 п.л.);
2. Малышев, П.Ю. Накопление валютных резервов в странах с формирующимися рынками: основные факторы и тенденции [Текст] / П.Ю. Малышев // Деньги и кредит. – М., 2010. – №11. – С. 55-60 (0,8 п.л.);
3. Малышев, П.Ю. Особенности управления резервными активами в странах Азии [Текст] / П.Ю. Малышев // Мировая экономика и международные отношения. – М., 2011. – №3. – С. 28-36 (0,9 п.л.).

Статьи в других научных журналах и изданиях:

4. Малышев, П.Ю. Управление портфелем валютных резервов центрального банка: вопросы диверсификации [Текст] / П.Ю. Малышев // Фондовый рынок и рынок инвестиций: современное состояние, инструменты и тенденции развития. Седьмая межвузовская научная конференция, Москва, 23 апреля 2010 г. [Материалы] – М.: Бизнес Элайнмент, 2010. – ISBN 978-5-91296-020-8. – С. 225-233 (0,4 п.л.);
5. Малышев, П.Ю. Управление государственными резервами в странах-экспортерах нефти: зарубежный опыт и российская практика [Текст] / П.Ю. Малышев // Валютное регулирование. Валютный контроль. – М., 2011. – №3. – С. 4-12 (0,9 п.л.).

